

Ausgedehnter Investitionszyklus bei stabilen Preisen: Angebot und Nach- frage am deutschen Wohnungsmarkt in längerfristiger Perspektive

Der deutsche Wohnungsmarkt nimmt im internationalen Vergleich eine Sonderstellung ein. Während Wohnungsbau und Häuserpreise in einer Reihe von Industriestaaten in den letzten Jahren von einem ausgeprägten Auf und Ab gekennzeichnet waren, blieb auf dem Wohnimmobilienmarkt in Deutschland die Investitionstätigkeit durchgehend schwach, und die Preise änderten sich kaum. In den ersten Jahren nach der Wiedervereinigung ist es aufgrund von Wanderungsbewegungen zu einem Angebotsmangel an Wohnraum vor allem in den alten Bundesländern gekommen, der einen kräftigen Anstieg der Immobilienpreise auslöste und unterstützt durch eine reichliche staatliche Förderung umfangreiche Wohnungsbauinvestitionen nach sich zog. Danach führte die zyklische Gegenbewegung im Verein mit der strukturell schwachen Nachfrage nach Wohnraum und der Rückführung fiskalpolitischer Anreize zu einer anhaltenden Korrektur. Die 2005 in Gang gekommene Erholung des Wohnungsbaus ist zwar im Grundtempo äußerst verhalten, zeigt sich aber in der Wirtschaftskrise bislang robust. Kurzfristig sind die Perspektiven für eine weitere zyklische Besserung der Wohnungsbauinvestitionen recht günstig. Längerfristig werden demographische Einflüsse bedeutsam, deren dämpfender Einfluss aber nicht überbewertet werden sollte.

Häusermarkt unter dem Einfluss struktureller Veränderungen und der Rückführung fiskalpolitischer Anreize

*Deutscher
Wohnungs-
markt mit
Sonderstellung
im internatio-
nalen Vergleich*

Der Wohnimmobilienmarkt entwickelt sich in Deutschland seit geraumer Zeit in recht ruhigen Bahnen. Dies betrifft nicht nur die Häuserpreise, die im starken Kontrast zu den USA und einigen Staaten West- und Südeuropas in der letzten Dekade nur geringen Schwankungen unterworfen waren. Auch der Wohnungsbau wies in den vergangenen Jahren keine Dynamik auf und verharrte im Großen und Ganzen auf einem niedrigen Niveau. Im internationalen Vergleich nimmt Deutschland damit eine Sonderstellung ein. Dies ist vornehmlich das Resultat spezieller Einflüsse während der letzten beiden Dekaden. Der Fall des Eisernen Vorhangs und die Wiedervereinigung stellten die deutsche Wirtschaft und den hiesigen Wohnungsmarkt in der ersten Hälfte der neunziger Jahre vor große Herausforderungen. Die europäische Währungsintegration entfaltete zudem über anhaltende Realzinsdifferenzen asymmetrische Wirkungen in den Volkswirtschaften der EWU-Teilnehmerstaaten, was auch die Nachfrage nach Wohnraum beeinflusste. Nicht zu unterschätzen ist überdies, dass die Folgen des demographischen Wandels und der Alterung der Gesellschaft unter Status-quo-Bedingungen hierzulande voraussichtlich früher und einschneidender als in anderen Industriestaaten zu Buche schlagen. Auf dem deutschen Wohnungsmarkt dürften sich diese Phänomene über Erwartungseffekte wegen der Langfristigkeit der mit dem Immobilienerwerb einhergehenden Investitionsentscheidungen bereits bemerkbar machen.

Strukturelle Veränderungen dieser Art beeinflussen die Häusermärkte in direkter und indirekter Weise und wirken aufgrund der volkswirtschaftlichen Bedeutung des Immobiliensegments und zahlreicher Wechselbeziehungen auf andere Märkte zurück. Dabei können Effekte, die sich in oder über Wohnungsmärkte ausbreiten, erfahrungsgemäß eine große Persistenz besitzen und die Entwicklung von Volkswirtschaften über eine vergleichsweise lange Zeit prägen. So spielt beispielsweise eine Rolle, dass durch die Ortsgebundenheit der gehandelten Objekte regionale Ausgleichsmechanismen schwächer ausgeprägt sind als auf Märkten für bewegliche Waren und Dienstleistungen. Außerdem ist von Bedeutung, dass Häusermärkte eine Reihe länderspezifischer Charakteristika aufweisen. Dies betrifft nicht nur die Gewohnheiten von Anbietern und Nachfragern und die Finanzierungspraxis der Banken, sondern auch institutionelle Faktoren wie die relative Bedeutung des Mietsegments oder den rechtlichen Rahmen für Immobilienbesitz und -transaktionen einschließlich deren steuerlicher Behandlung.

Anfang der neunziger Jahre kam es durch die Binnenwanderung von Ost- nach Westdeutschland, eine Einwanderungswelle insbesondere aus Osteuropa und den starken Zustrom von Asylbewerbern im früheren Bundesgebiet zu einem Mangel an Wohnraum.¹⁾ Außerdem kamen die geburtenstarken Jahrgänge in die Familiengründungsphase. Sichtbares Zeichen dieses Bestandsungleichge-

*Immobilien-
märkte von
strukturellen
Veränderungen
beeinflusst*

*Bauboom nach
der Wieder-
vereinigung, ...*

¹ Vgl. dazu: Deutsche Bundesbank, Der Wohnungsmarkt in den neunziger Jahren, Monatsbericht, Januar 2002, S. 29–39.

wichts war der spürbare Anstieg der Immobilienpreise bis Mitte der neunziger Jahre. So verteuerten sich Neubauten in Westdeutschland binnen fünf Jahren im Schnitt um mehr als ein Zehntel, Gebrauchtimmobilien sogar um knapp ein Viertel. In den neuen Bundesländern musste zudem der sich in einem desolaten Zustand befindliche Immobilienbestand erneuert werden. Unterstützt durch massive Förderungen des Staates in Form steuerlicher Vergünstigungen und Subventionen sowohl für Eigenheimerwerber als auch für Investoren kam es alsbald zu einer spürbaren Ausweitung des Wohnungsangebots. Zum Höhepunkt des Baubooms im Jahr 1995 wurden fast 90 % mehr Wohneinheiten fertiggestellt als noch 1991. Zunächst florierte insbesondere der Geschosswohnungsbau; aber unmittelbar mit der Verschärfung der Abschreibungsbedingungen für fremdgenutzten Wohnraum zum 1. Januar 1996 tendierte die Nachfrage in diesem Segment nach unten. Angesichts weiter zunehmender Nachfrage nach Ein- und Zweifamilienhäusern hielt sich die gute Konjunktur im Wohnungsbau allerdings bis ins Jahr 2000.

*... danach
anhaltende
Korrektur und
seit 2005
verhaltene
Erholung*

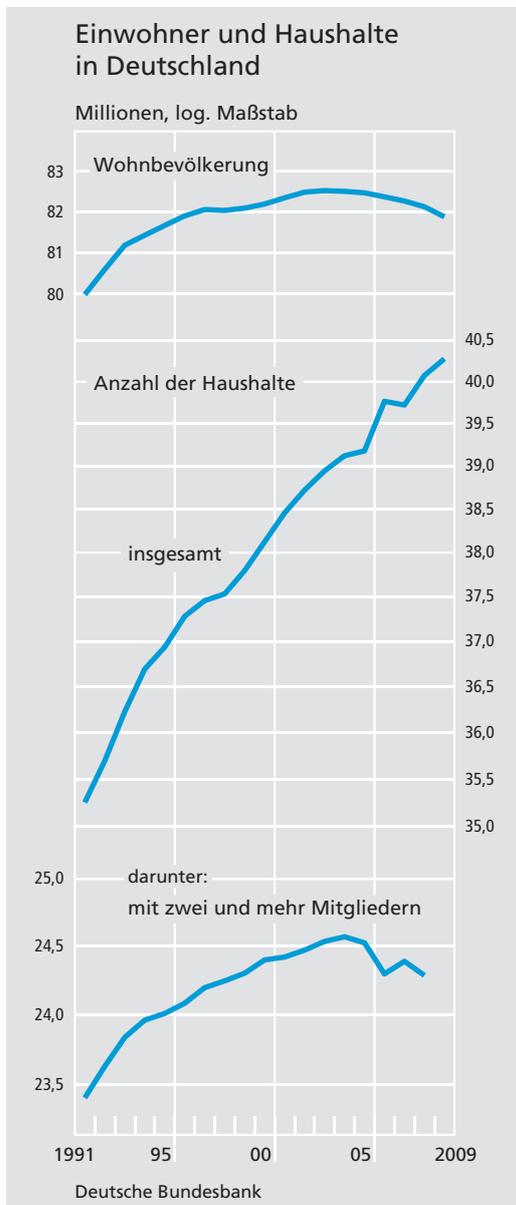
Im vergangenen Jahrzehnt entwickelte sich der Neubau von Wohnungen ausgesprochen schwach. Die Zahl fertiggestellter Wohneinheiten reduzierte sich zwischen 2000 und 2009 um 63 %. Entlang des rückläufigen Trends kam es zu ausgeprägten kurzfristigen Schwankungen bei der Erstellung neuer Ein- und Zweifamilienhäuser. So führte die jahrelange politische Diskussion um die Eigenheimzulage, die mit ihrer kompletten Streichung für Neufälle ab 2006 endete, in den Jahren davor zu einem sehr volatilen Verlauf

der Baugenehmigungen und substanziellen Vorzieheffekten. Hinzu kam die Erhöhung des Regelsatzes der Umsatzsteuer von 16 % auf 19 % zum 1. Januar 2007, die zahlreiche Bauherren veranlasste, insbesondere kosten-trächtige Gewerke in das Jahr 2006 vorzuziehen. Gegenüber der schwachen Entwicklung bei Neubauten gewannen Baumaßnahmen im Bestand an Bedeutung. Dabei dürfte auch eine Rolle spielen, dass die Bundesregierung seit geraumer Zeit insbesondere Zinszuschüsse an die KfW Bankengruppe speziell für zinsbegünstigte Darlehen zur energetischen Sanierung von Wohngebäuden zahlt. Ein Beleg hierfür ist, dass der baugewerbliche Umsatz im Ausbaugewerbe nach 2005 in realer Rechnung wieder zunahm, während das Geschäft im Bauhauptgewerbe weiter nach unten tendierte.

Die Entwicklung der Nachfrage nach Wohnraum in den vergangenen beiden Dekaden

Mit Ausnahme der ersten Hälfte der neunziger Jahre stand die Nachfrage nach Wohnraum in Deutschland unter dem Einfluss eher schwacher Fundamentalfaktoren. Sichtbare Spuren hinterließ vor allem der demographische Wandel. Nachdem die Einwohnerzahl Deutschlands von 1991 bis 1997 um zwei Millionen auf rund 82 Millionen angestiegen war, kam es in der Folgezeit nur noch zu geringen Veränderungen. Einem weiteren verhaltenen Bevölkerungszuwachs um gut eine halbe Million bis zum Jahr 2003 folgte laut den Schätzungen des Statistischen Bundes-

Wohnbevölkerung nach spürbarem Anstieg bis 1997 nur wenig verändert, ...



amtes bis 2009 ein Rückgang in ähnlicher Größenordnung.

... aber Zahl der Haushalte ...

Angesichts dieser Entwicklung speiste sich der Bedarf an zusätzlichen Wohneinheiten seit Mitte der neunziger Jahre aus der Tendenz zu kleineren Haushaltsgrößen. Insbesondere die Zahl der Einpersonenhaushalte hat in den letzten beiden Dekaden deutlich zugenommen. Während auch der Anteil der

Zweipersonenhaushalte leicht stieg, nahm das Gewicht von klassischen Familienkonstellationen weiter ab. Bestand zwischen diesen drei Haushaltstypen Anfang der neunziger Jahre annähernd eine Gleichverteilung, hatte 2008 nur noch gut ein Viertel der Haushalte drei und mehr Mitglieder, wohingegen fast zwei Fünftel der Haushalte nur eine Person umfassten.

Die Mitgliederzahl und Zusammensetzung der Haushalte hat ebenso wie die Altersstruktur der Personen einen Einfluss auf die Wohnungsgröße. Der Flächenbedarf pro Wohneinheit dürfte im Vergleich zur Zahl der Haushaltsmitglieder in der Regel nur unterdurchschnittlich sinken, weil jede Wohnung über gemeinschaftlich genutzte Räume verfügt. Hinzu kommt, dass Personen im fortgeschrittenen Lebensalter, die häufig nach dem Auszug der Kinder aus Gewohnheit in ihren bisherigen Häusern beziehungsweise Wohnungen bleiben, durch die Alterung der Gesellschaft einen zunehmenden Anteil an der Gesamtbevölkerung stellen. Zwischen 1990 und 2008 ist die durchschnittliche Wohnflächenversorgung pro Haushaltsmitglied den Erhebungen des Sozio-oekonomischen Panels zufolge in Westdeutschland um ein Fünftel auf 55 m² gestiegen. In Ostdeutschland war der Zuwachs sogar doppelt so hoch, die Wohnfläche pro Kopf lag dort im Mittel mit 46 m² zuletzt aber immer noch deutlich unter dem westdeutschen Niveau.²⁾

... und Flächenkonsum pro Kopf gestiegen

2 Vgl. dazu: J.R. Frick und S. Grimm (2009), Wohnen in Deutschland nach dem Mauerfall: Eine Analyse für die Jahre 1990 bis 2008 auf Basis der Daten des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP), SOEPpapers on Multidisciplinary Panel Data Research 236.

*Wirtschaftliche
Leistungs-
fähigkeit
begünstigt
Realein-
kommens-
zuwächse und
Wanderungs-
gewinne, ...*

Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit beeinflusst die Nachfrage nach Wohnraum in zweierlei Hinsicht. Zum einen machen Produktivitätsfortschritte es einfacher, einen hohen Beschäftigungsstand zu sichern, und sind Grundlage für dauerhafte Zuwächse im realen Pro-Kopf-Einkommen. Für die privaten Haushalte ist dies nicht nur mit einer permanenten Erhöhung des Ausgabenspielraums für Wohnzwecke verbunden, sondern trägt auch zur Verstetigung des zukünftigen Einkommensstromes und damit zur Planungssicherheit bei, die im Zusammenhang mit dem Erwerb von selbstgenutztem Wohneigentum eine besondere Rolle spielt. Wirtschaftliche Prosperität erleichtert zudem die gesamtgesellschaftliche Aufgabe, angemessenen Wohnraum für solche Personen zu schaffen, deren Einkommens- und Vermögenslage es nicht zulässt, selbst dafür zu sorgen. Zum anderen zieht ein Standort mit produktiven und im internationalen Wettbewerb gut aufgestellten Unternehmen in der Regel Arbeitskräfte aus anderen Ländern und Regionen an, wodurch auch die Nachfrage nach Wohnungen für sich genommen steigt.

*... war aber
hierzulande in
den neunziger
Jahren
geschwächt*

In Deutschland hatte sich durch die wirtschaftlichen Belastungen der Wiedervereinigung und das Versäumnis, sich frühzeitig auf die Herausforderungen einzustellen, welche die fortschreitende Globalisierung des Wirtschaftsgeschehens und die Öffnung der Märkte Mittel- und Osteuropas mit sich brachten, im Verlauf der neunziger Jahre struktureller Anpassungsbedarf aufgestaut. Die Folge davon war, dass bei niedriger Investitionsbereitschaft und steigender Abgabenlast das Wachstum vergleichsweise schwach ausfiel, die Arbeitslosigkeit sich zunehmend

verfestigte und die öffentlichen Haushalte ebenso wie die sozialen Sicherungssysteme finanziell überdehnt waren. Als Reaktion darauf kam es zu jahrelanger Lohnmoderation, Flexibilisierungsschritten im Tarifbereich, Strukturreformen am Arbeitsmarkt und in den Sozialversicherungen sowie Konsolidierungsanstrengungen der öffentlichen Hand. Diese Maßnahmen bedeuteten für die privaten Haushalte, dass sich ihre Verdienste und Transfers nur mäßig erhöhten. Die Wohnungsnachfrage war davon im Rahmen von Einkommenseffekten betroffen. In dieser Zeit machte sich zudem bemerkbar, dass Deutschland gegenüber anderen Staaten an Attraktivität als Zielland von Wanderungsbewegungen solcher Personen verloren hatte, die über die Grenzen hinweg auf der Suche nach vorübergehenden oder dauerhaften Arbeitsmöglichkeiten sind.

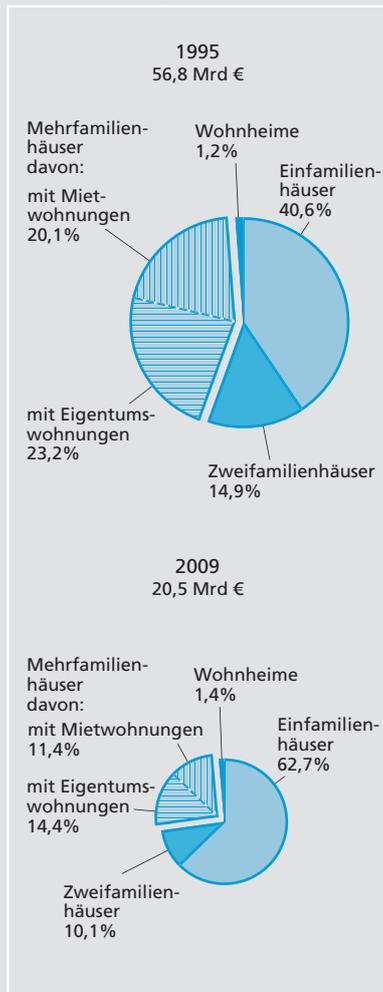
Die Nachfrage nach Wohnraum äußert sich in der Suche nach einem entsprechenden Objekt entweder zum Erwerb oder zur Miete. Das Mietsegment ist in Deutschland im internationalen Vergleich relativ groß. So leben hierzulande lediglich gut zwei Fünftel der Haushalte im Eigenheim. Im Euro-Raum weist Deutschland damit die bei Weitem geringste Selbstnutzungsquote auf.³⁾ Für Wohnungen in Mehrfamilienhäusern ist der Mietmarkt besonders breit. Der Erwerb solcher Objekte ist daher nicht ausschließlich vor dem Hintergrund der Eigennutzung zu sehen, sondern kann auch im Rahmen reiner Kapitalanlageentscheidungen erfolgen. Dabei werden Renditeüberlegungen im Vergleich zu

*Selbstgenutztes
Wohneigentum
versus Miete*

³ Vgl. dazu: Europäische Zentralbank (2009), Housing finance in the euro area, Occasional Paper 109.

Fertigstellungen im Wohnungsneubau nach Gebäudearten

nach veranschlagten Baukosten



Deutsche Bundesbank

alternativen Anlageformen ins Kalkül gezogen. Seit Mitte der neunziger Jahre sind die Investitionen in neue Geschosswohnungen zum Zweck der Vermietung in Relation zum Neubau von Eigenheimen allerdings deutlich zurückgegangen. Gemessen an den veranschlagten Kosten fertiggestellter Einheiten halbierte sich der Anteil in diesem Zeitraum und betrug im Vorjahr lediglich gut 10 %.

Im Kontext der Eigentumsbildung ist die Wohnungsnachfrage eng mit Fragen der Kreditfinanzierung verknüpft. Der Erwerb einer Immobilie zur Selbstnutzung wird insbesondere in der Haushalts- und Familiengründungsphase in Erwägung gezogen, wenn sich der Bedarf nach einer größeren Wohneinheit typischerweise schlagartig ausweitert, zumal sich in diesem Lebensabschnitt regelmäßig auch die Einkommenssituation und damit die Kreditwürdigkeit verbessert. Wohnen nur weniger als 5 % der Haushalte, deren Haupteinkommensbezieher unter 25 Jahren ist, im eigenen Einfamilienhaus, so steigt dieser Anteil auf gut 30 %, wenn der Haushaltsvorstand das 45. Lebensjahr erreicht hat, und ändert sich mit fortschreitendem Alter kaum noch. Hinzu kommt, dass der Anteil der Haushalte, die in ihrer Eigentumswohnung leben, in diesem Alterssegment ebenfalls deutlich zunimmt. Die Nachfrage nach Wohnraum kann von den Fremdfinanzierungsbedingungen insofern negativ betroffen sein, als ein zu geringes Haushaltseinkommen oder eine ungenügende Eigenkapitalausstattung gerade im Fall von jungen Haushalten die Kreditgewährung beschränken kann und so die Realisation der eigentlich präferierten Wohnkonstellation verhindert oder zumindest hinausgezögert wird.

Eigentumsbildung vorwiegend in Haushalts- und Familiengründungsphase

Wohneigentum ist in der Regel dann erschwinglich, wenn der Haushalt die Zins- und Tilgungszahlungen des Hypothekendarlehens unter Berücksichtigung seines (erwarteten) Einkommensstroms, seiner Lebens- und Konsumgewohnheiten, sonstiger finanzieller Verpflichtungen und eines Zinsänderungsrisikos dauerhaft sicherstellen kann. Ein Erschwing-

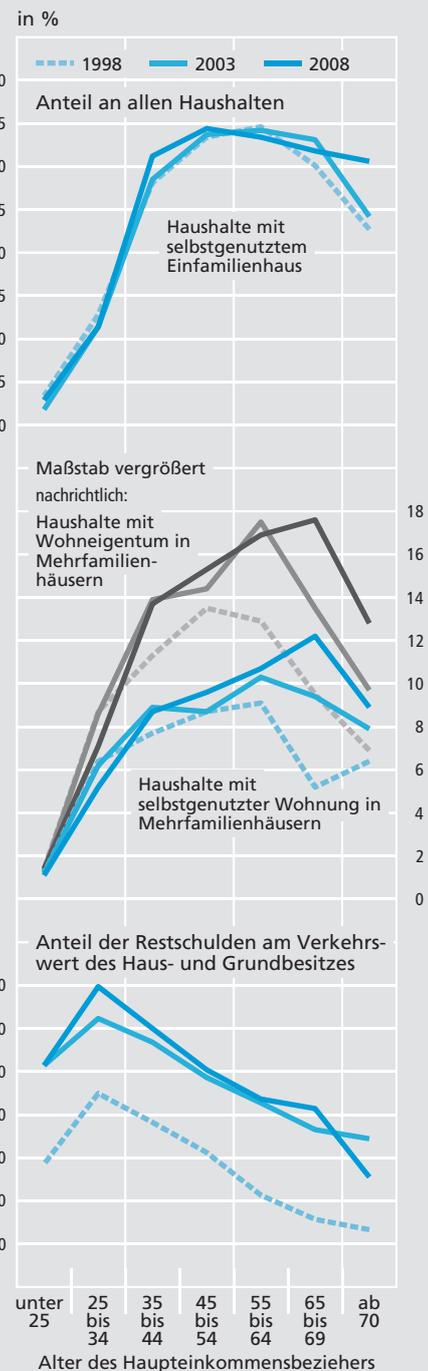
Erschwinglichkeitsrestriktion zunehmend lockerer

lichkeitsindex, definiert als das Verhältnis zwischen dem maximal tragbaren laufenden Darlehensrückzahlungsbetrag, der eine Funktion des Haushaltseinkommens und der Kreditkonditionen (d. h. Zinssatz und Laufzeit) ist, und dem Immobilienpreis, kann somit Hinweise darauf geben, ob die Wohnungsnachfrage von den Finanzierungsbedingungen begünstigt oder erschwert wird. Seit der Wiedervereinigung ist die Erschwinglichkeitsrestriktion für Haushalte, deren Haupteinkommensbezieher zwischen 25 und 40 Jahre alt ist, trotz der vergleichsweise verhaltenen Einkommensentwicklung tendenziell weniger ausschlaggebend geworden. Dies liegt daran, dass in diesem Zeitraum die Zinskosten für Hypothekendarlehen im Trend zurückgegangen sind und sich die Häuserpreise sehr moderat entwickelt haben.

Beleihungswerte im Durchschnitt gestiegen

Für die Gewährung einer Hausfinanzierung fordern die Banken zusätzlich eine hinreichende Eigenmittelausstattung, die neben dem eingebrachten Geldvermögen auch Eigenleistungen umfassen kann; mindestens variieren sie aber den Zinssatz in Abhängigkeit des Beleihungswertes, was wiederum Rückwirkungen auf die Erschwinglichkeit haben kann. In zeitlicher Nähe zum Eigentumserwerb kann der Einsatz von Fremdmitteln als Prozentsatz des Kaufpreises durch das Verhältnis zwischen Restschulden und Verkehrswert des Objekts approximiert werden. Den Angaben der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe zufolge lag diese Quote 2008 bei den Haushalten, deren Haupteinkommensbezieher zwischen 25 und 35 Jahre alt ist, mit etwa 60 % immer noch am unteren Rand des Spektrums üblicher Beleihungs-

Selbstgenutztes Wohneigentum und effektive Beleihungswerte im Altersprofil der Haushalte



werte. Allerdings ist dieser Wert in den letzten Jahren gestiegen, von gut 50 % im Jahr 2003 und lediglich 35 % im Jahr 1998.⁴⁾

Angebotssituation und Gleichgewichtsreaktionen auf dem Häusermarkt

Segmentierte Häusermärkte

Häusermärkte sind in geographischer Hinsicht stark segmentiert. Das Verhältnis von Angebot und Nachfrage kann daher auf den regionalen Teilmärkten recht unterschiedlich ausfallen. Aufgrund vergleichsweise schwach ausgeprägter Arbitragemechanismen können sich die Marktlagen auch im Miet- und Kaufsegment sowie hinsichtlich der Wohnungstypen über längere Zeit unterscheiden. Ungeachtet gewisser Diskrepanzen ist jedoch davon auszugehen, dass der Wohnungsmarkt in Deutschland Anfang der neunziger Jahre durch einen erheblichen Angebotsmangel gekennzeichnet war. In Westdeutschland resultierte dieser im Wesentlichen aus der starken Zuwanderung, während in Ostdeutschland ein Teil des bestehenden Wohnungsangebots nach dem Systemwechsel nicht marktfähig war. Demgegenüber ist das Gesamtbild am aktuellen Rand durch eine größere Heterogenität geprägt. Das Wohnungsangebot dürfte gegenwärtig in einigen städtisch geprägten und wirtschaftlich prosperierenden Gegenden im Großen und Ganzen der Nachfrage entsprechen, wohingegen in den ländlicheren Regionen, insbesondere aber in Ostdeutschland ein mitunter deutlicher Angebotsüberhang besteht. Dem Techem-empirica-Leerstandsindex zufolge standen 2008 beispielsweise in den ostdeutschen Bundesländern (ohne Berlin) zwischen 5 % und 10 % der

marktaktiven Geschosswohnungen leer, während die entsprechenden Quoten für Hamburg, Bayern und Baden-Württemberg lediglich bei unter 2 % lagen.

Spannungen auf den Wohnungsmärkten werden häufig durch markante Veränderungen auf der Nachfrageseite ausgelöst. In der Regel kommt es zunächst zu Preisbewegungen, da sich das Angebot nur allmählich anpasst. Bei Wohnungsbauinvestitionen nehmen nicht nur Planungsphase und Baumaßnahme, sondern auch administrative Prozesse wie zum Beispiel Genehmigungsverfahren recht viel Zeit in Anspruch. Mit der Anpassung des Angebots an die Nachfrage kehrt der Preis nach und nach wieder auf sein fundamental gerechtfertigtes Niveau zurück. Dieses Reaktionsmuster spiegelt sich empirisch darin wider, dass Wohnungsbauinvestitionen und Häuserpreise positiv korreliert sind.⁵⁾ Generell ist zu vermuten, dass der Preis umso stärker ausschlägt, je größer das Ungleichgewicht zunächst ausfällt und je träger das Angebot darauf reagiert.

Verglichen mit anderen Ländern sind die Häuserpreise in Deutschland durch eine geringe Volatilität charakterisiert. Lediglich im

Wohnungsbau und Häuserpreis positiv korreliert

Geringe Preisvolatilität

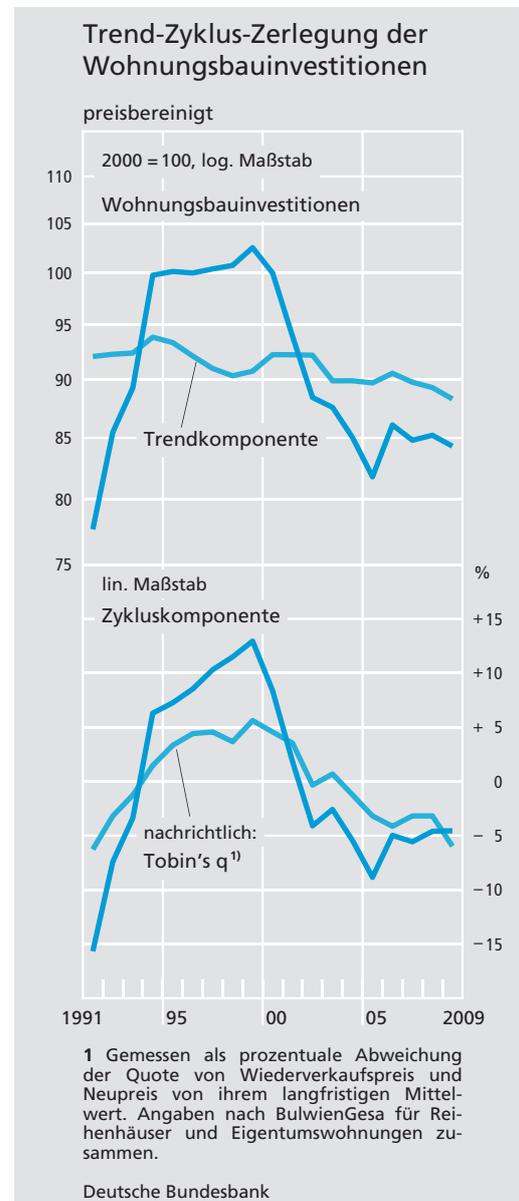
⁴ Das Ergebnis für 1998 ist ausgesprochen niedrig und scheint ein Ausreißer nach unten zu sein. Im Jahr 1993 lag der Fremdfinanzierungsanteil in der Alterskategorie der Haus- und Grundbesitzer unter 35 Jahren bei 40 %. Für die hier betrachtete Gruppe der Haushalte mit Haupteinkommensbeziehern zwischen 25 und 35 Jahren impliziert dies, dass der Beleihungswert 1993 bei knapp 50 % gelegen haben dürfte und damit dem Wert von 2003 recht nahe kommt.

⁵ Vgl. dazu z. B. die Evidenz für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien in: L. J. Álvarez, G. Bulligan, A. Cabrero, L. Ferrara und H. Stahl (2009), Housing cycles in the major euro area countries, Banque de France, Document de Travail 269.

Zuge des massiven Nachfrageschocks nach der Wiedervereinigung kam es zu einem kräftigen Preisanstieg. Dies könnte dahingehend gedeutet werden, dass das Angebot hierzu-lande recht elastisch ist. Schwankungen lassen sich aber auch dadurch reduzieren, dass institutionelle Vorkehrungen zur Vermeidung erwartungsgetriebener, sich selbst verstärkender Preisbildungsprozesse bestehen. Dabei ist zentral, dass Eigenheimerwerber und Investoren über eine hinreichende Langfristorientierung verfügen und die Kreditvergabepraxis der Banken risikoadäquat erfolgt. Dazu trägt insbesondere die zurückhaltende Kalkulation von Beleihungswerten bei der Gewährung von Hypothekendarlehen bei. Die vergleichsweise stabilen Immobilienpreise in Westdeutschland in den letzten zehn Jahren könnten aber auch ein Indiz für ein weitgehendes Bestandsgleichgewicht sein. Dass in Ostdeutschland der schleichende Rückgang der Nachfrage nach Wohnraum, der durch niedrige Geburtenraten und Abwanderung hervorgerufen wird, die Immobilienpreise in den vergangenen Jahren nicht stärker gedrückt hat, dürfte auch auf Abrissprogramme zurückzuführen sein, die das Wohnungsangebot im niedrigen Qualitätssegment verknappert haben.⁶⁾

Trend-Zyklus-Zerlegung der Wohnungsbauinvestitionen

Die beschriebenen Faktoren der Nachfrage- und der Angebotsseite des deutschen Immobilienmarkts besitzen auch in statistischen Analysen einen signifikanten Erklärungsgehalt. So deuten ökonometrische Ergebnisse darauf hin, dass die Wohnungsbauinvestitionen mit der Wohnbevölkerung und dem um Preis- und Terms-of-Trade-Effekte bereinigten Pro-Kopf-Einkommen als nachfrageseitige



Trendfaktoren und dem realen Häuserpreis langfristig eine stabile Gleichgewichtsbeziehung

⁶ Im Rahmen des Programms „Stadtumbau Ost“ und weiterer Programme, welche die Länder Brandenburg, Sachsen und Thüringen aufgelegt haben, sind zwischen 2000 und 2008 schätzungsweise 3% des gesamten Wohnungsbestandes in den neuen Bundesländern abgerissen bzw. zurückgebaut worden. Vgl. dazu die Jahresstatistik des GdW Bundesverbands deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen, November 2009.

hung bilden.⁷⁾ Ebenso wie Investitionsaktivitäten sind Preisschwankungen theoretisch als endogene Gleichgewichtsreaktionen zu werten, die in der längerfristigen Perspektive insoweit relevant sind, als dadurch persistente Spannungen zwischen dem Wohnungsangebot und der Nachfrage reflektiert werden. Aus einer solchen Modellierung lässt sich für die Wohnungsbauinvestitionen eine Trendkomponente ableiten, die im Zeitraum von 1991 bis 2009 sehr glatt verlief und in der Tendenz leicht abwärts gerichtet war. Dementsprechend war die Zeitreihe nach der Wiedervereinigung von einem ausgesprochen langen Zyklus über anderthalb Jahrzehnte gekennzeichnet. Durch den Bauboom Anfang der neunziger Jahre konnten die beträchtlichen Angebotsknappheiten, die nach der Wiedervereinigung eingetreten waren, in wenigen Jahren ausgeglichen werden. Dabei entstanden im Wohnungsbaugewerbe aber Kapazitäten, die gemessen an den langfristigen Fundamentalfaktoren deutlich zu hoch waren. Daraufhin kam es in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts zu einer scharfen Korrektur, die nach 2005 in eine moderate Erholung mündete.

*Relation
zwischen
Wiederverkaufs- und
Neupreis ...*

Das zyklische Grundmuster der Investitionsaktivität deckt sich mit den aggregierten Marktbewertungen hinsichtlich der relativen Vorteilhaftigkeit von Neubauten und Gebrauchtimmobilien. Deren Verkaufspreise sollten sich bei identischer Qualitätsausstattung – hierzu zählt auch das Alter der Bestandsimmobilien – im Gleichgewicht entsprechen. Sind Häuser im Wiederverkauf vorübergehend teurer als vergleichbare Objekte für den Erstbezug, entscheiden sich

Haushalte und Investoren vermehrt für den Neubau. Dies ist mit größeren Wohnungsbauinvestitionen verbunden als die umgekehrte Konstellation, in der in Reaktion auf zu hoch bewertete Neubauobjekte bestehende Immobilien stärker gefragt sind, bei denen sich der Investitionsaufwand üblicherweise auf Modernisierungs- und unter Umständen auch Erweiterungsarbeiten beschränkt.

Interpretiert man den Wiederverkaufspreis als den aktuellen Marktwert und den entsprechenden Neubaupreis als die Wiederbeschaffungskosten, so kann das Preisverhältnis im Sinne der sogenannten q-Theorie von Tobin als zyklischer Bestimmungsfaktor für den Wohnungsbau aufgefasst werden.⁸⁾ Tobin's q gilt allgemein als eine Gesamtstatistik der Investitionsbereitschaft, welche die Nachfragebedingungen und die produktionsseitigen Kostenstrukturen einschließlich Installationskosten sowie im Idealfall steuerliche Aspekte in einer Größe zusammenfasst.⁹⁾ Es entspricht der Grundidee der q-Theorie, Marktbewer-

*... im Rahmen
der q-Theorie
von Tobin ...*

7 Vgl. dazu: T.A. Knetsch (2010), Trend and cycle features in German residential investment before and after reunification, Diskussionspapier des Volkswirtschaftlichen Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 10/2010.

8 Vgl. dazu: G.D. Jud und D.T. Winkler (2003), The Q theory of housing investment, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 27, 3, S. 379–392.

9 Der üblichen empirischen Umsetzung folgend, wird Tobin's (marginale) q, das sich der Theorie zufolge auf die Grenzinvestition bezieht, auch in dieser Anwendung durch den entsprechenden Durchschnittswert approximiert. Bei der Interpretation ist überdies zu beachten, dass die laufende q-Statistik allein nur dann ein hinreichendes Gesamtmaß der Investitionsbereitschaft ist, falls die kurzfristige Angebotskurve mit der langfristigen zusammenfällt. Im Wohnungsbau ist aber mit Anpassungsverzögerungen zu rechnen, sodass das Angebot kurzfristig recht unelastisch ist und die Beurteilung der Investitionsbedingungen eine Prognose der q-Statistik erfordert. Vgl. dazu z.B.: R. Topel und S. Rosen (1988), Housing investment in the United States, *Journal of Political Economy* 96, 4, S. 718–740.

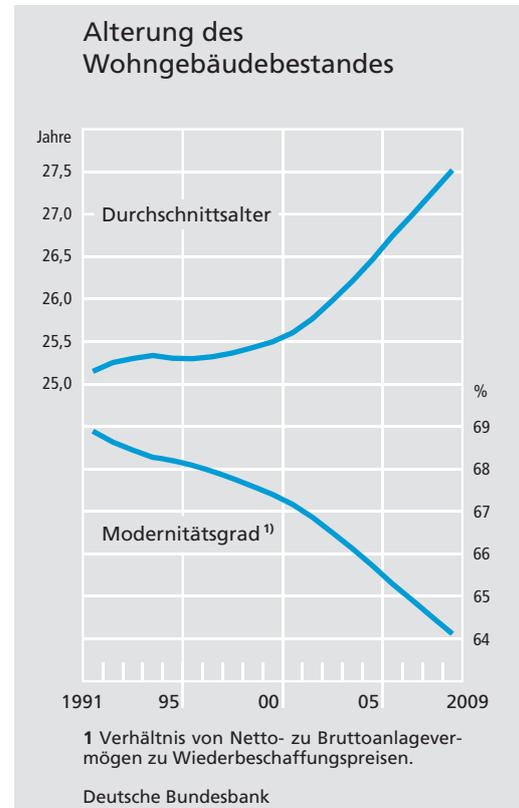
tungen zur Messung heranzuziehen. Die hier gewählte Umsetzung mit den Preisdaten der BulwienGesa AG, die sich sowohl im Neubau als auch im Wiederverkauf grundsätzlich auf dieselben typisierten Objekte beziehen, gewährleistet ein hohes Maß an Homogenität hinsichtlich preisrelevanter Eigenschaften. Das Alter ist hingegen ein relevantes Qualitätsmerkmal, in dem sich Neubauten und Gebrauchtimmobilen naturgemäß unterscheiden.

... als zyklische Determinante der Wohnungsbauinvestitionen interpretierbar

Unter der Voraussetzung, dass das Durchschnittsalter und andere preisrelevante Qualitätsausprägungen der angebotenen Gebrauchtimmobilen – soweit um diese nicht bereinigt wird – im Zeitablauf unverändert bleiben,¹⁰⁾ reicht es für die zyklische Interpretation aus, Tobin's q in Relation zu seinem langjährigen Mittel auszuwerten. Ausgehend von unterdurchschnittlichen Werten unmittelbar nach der Wiedervereinigung, signalisiert die q-Statistik im Zeitraum von Mitte der neunziger Jahre bis zur konjunkturellen Schwächephase zu Beginn des vorigen Jahrzehnts insgesamt vorteilhafte Bedingungen für die Bildung neuen Wohnungskapitals. Seither hält sich Tobin's q wieder im kontraktiven Bereich auf. Die Marktbewertungen bestätigen damit das Ergebnis der Trend-Zyklus-Zerlegung, wonach der Wohnungsbau seit 2003 in zyklischer Hinsicht schwach geblieben ist.

Schleichende Alterung des Immobilienbestandes

Der Befund der q-Theorie wird in den Grundaussagen nicht dadurch relativiert, dass der Wohnimmobilienbestand im letzten Jahrzehnt erkennbar gealtert ist. Diese Entwicklung ist nicht nur der seit Jahren geringen Be-



reitschaft geschuldet, in Neubauten zu investieren. Als Sonderfaktor kommt hinzu, dass sich die nach der Jahrtausendwende gestarteten Abrissprogramme in Ostdeutschland zu rund vier Fünfteln auf nicht mehr marktfähige Einheiten in überwiegend am Stadtrand gelegenen Großsiedlungen beziehen, die erst in den siebziger und achtziger Jahren errichtet wurden. Verglichen mit der üblichen Nutzungsdauer von Wohnbauten werden dem Bestand dadurch vergleichsweise junge Objekte entzogen. Nach den Angaben des Statistischen Bundesamtes ist das Durchschnittsalter des Wohnungsvermögens zwischen 2000 und 2009 um zwei Jahre auf 27 ½ Jahre

¹⁰ Zur Qualitätsbereinigung der Preisdaten von BulwienGesa siehe: Deutsche Bundesbank, Preisindikatoren für den Wohnungsmarkt, Monatsbericht, September 2003, S. 45–59.

gestiegen, nachdem der Zuwachs zwischen 1991 und 2000 nur knapp ein halbes Jahr betragen hatte.

Kurz- und längerfristige Perspektiven für den Wohnungsmarkt

Gute Voraussetzung für die Fortsetzung der zyklischen Erholung des Wohnungsbaus

Die Wohnungsbauinvestitionen liegen den ökonometrischen Schätzungen zufolge am aktuellen Rand – sieht man von den Witterungseffekten ab – nach wie vor etwas unterhalb ihres Trendpfads. Aus zyklischer Sicht besteht daher Raum für eine gewisse Erholung. Auch der Blick auf eine Reihe von Einzelindikatoren lässt Impulse für den Wohnungsbau vermuten. So sind die Zinsen für Hypothekendarlehen bis dato in etwa wieder auf den historischen Tiefstand von Mitte 2005 gesunken. Eigenheime sind dadurch für sich genommen erschwinglicher geworden. Gegenerechnet werden muss aber in diesem Kontext, dass sich durch die Wirtschaftskrise das Potenzialwachstum und damit die längerfristigen Einkommensperspektiven reduziert haben könnten.¹¹⁾ Hinzu kommt, dass die Banken nach den Ergebnissen des Bank Lending Survey die zuvor eher lockere Vergabepaxis bei Wohnungsbaukrediten mit Beginn der Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten stetig verschärft haben – wenngleich zuletzt mit abnehmender Tendenz. Ein zentrales Kriterium für die Gewährung von Wohnungsbaukrediten ist allerdings die Arbeitsplatzsicherheit des Eigenheimwerbers. Wegen der bemerkenswert robusten Verfassung des Arbeitsmarktes wird das Entlassungsrisiko nach wie vor als vergleichsweise gering eingestuft. Schließlich hat sich die Ver-

mögensposition der privaten Haushalte im vergangenen Jahr wieder deutlich verbessert. Neben den eigenen Sporbemühungen trug dazu bei, dass die 2008 erlittenen Kursverluste bei finanziellen Aktiva im Verlauf des Vorjahres wettgemacht wurden.¹²⁾

Die zyklische Erholung des Wohnungsneubaus könnte überdies dadurch flankiert werden, dass sich Bauleistungen nach den starken Steigerungen im Zeitraum zwischen 2006 und 2008, die mit Preiserhöhungen bei Rohmaterial und der kräftigen Anhebung des Regelsatzes der Umsatzsteuer zusammenhängen, zuletzt nicht mehr weiter verteuert haben. Die Baumaßnahmen im Bestand dürften in der Tendenz weiter expandieren. Dafür spricht die verbreitete Bereitschaft, angesichts der Erwartung dauerhaft höherer Energiepreise die Wärmedämmung von Immobilien zu steigern sowie Heizung und Warmwasserversorgung zu modernisieren, zumal dies über zinsgünstige Darlehen und Investitionszuschüsse der KfW Bankengruppe gefördert wird.

Mittel- bis langfristig wird der Wohnungsbau wesentlich von den Trendfaktoren der Nachfrage nach Wohnraum bestimmt. Der demographische Wandel spielt dabei als dämpfender Faktor eine wichtige Rolle, sollte aber nicht überbetont werden. Für die Wohnbevölkerung einer Region oder eines Landes ist

Aufhellung des Neubaus bei anhaltender Expansion der Bestandsmaßnahmen

Wohnungsbau langfristig nicht nur im Zeichen des demographischen Wandels

¹¹ Vgl. dazu im Einzelnen die Erläuterungen „Wie hoch sind die Schäden am Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise? Eine Zwischenbilanz“ in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2009, S. 26 f.

¹² Vgl. dazu im Einzelnen die Erläuterungen „Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Jahres 2009“ in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2010, S. 42 f.

bei zunehmender Arbeitsmobilität, die – gerade im europäischen Raum – immer weniger durch institutionelle, sprachliche und kulturelle Hindernisse eingeschränkt wird, die (relative) wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eine zentrale Determinante. Die hierdurch induzierten Wanderungsbewegungen beeinflussen die Wohnungsnachfrage ebenso wie die an einem kompetitiven und innovativen Standort erzielbaren Produktivitätsgewinne, die das Wohlstandsniveau auf Dauer steigern können. Impulse für den Wohnungsbau ergeben sich dadurch, dass bei entsprechenden Präferenzen die Wohnfläche pro Person weiter zunimmt oder mehr Wert auf die bauliche Ausstattung der Gebäude gelegt wird.

Eigenheimbesitzer und Investoren sind daran interessiert, dass Immobilien langfristig wert- haltig sind. Eine hohe Marktvolatilität reduziert die Prognostizierbarkeit wichtiger Entscheidungsgrundlagen für Investitionen im Immobilienbereich. Störend sind hierbei vornehmlich übermäßige Preisschwankungen. In den letzten 15 Jahren konnte auf dem deutschen Häusermarkt nach dem Auslaufen des Preisschubs infolge der Knappheiten am Wohnungsmarkt in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ein stabiles Preisumfeld gewährleistet werden. Um dieses auch in der Zukunft sicherzustellen, bedarf es vor allem umsichtiger Marktakteure, die Risiken adäquat einzuschätzen verstehen.

*Stabiles
Preisumfeld
gewährleisten*